

# 外汇策略

## 人民币近期强势能持续吗？

2018 年 04 月 04 日，星期三

王君豪, CAIA

[Heng.KoonHow@uobgroup.com](mailto:Heng.KoonHow@uobgroup.com)

谢齐雄

[Peter.ChiaCS@uobgroup.com](mailto:Peter.ChiaCS@uobgroup.com)

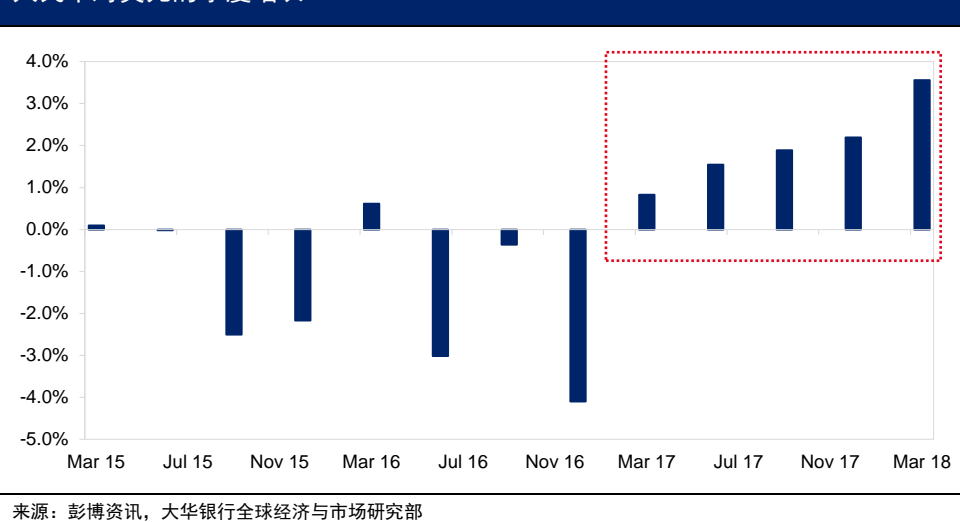
- 上周，两大重要发展推动人民币进一步走强，导致美元兑人民币跌破关键水平 6.30。第一是中国国债将被纳入全球综合债券指数。第二是在上海推出了以人民币计价的原油期货。
- 两大发展是在人民币国际化和提升人民币长期吸引力方面的重要步骤。值得注意的是，在过去几个月的强劲反弹之后，人民币显著走强。
- 总体而言，我们认为人民币和亚太区货币进一步走强的空间有限，并且美联储将继续收紧货币政策有助于美元兑亚洲货币在下半年趋于稳定。我们维持 2018 年第四季度美元兑人民币为 6.45 的预测。

2015 年 8 月份的人民币汇率中间价调整触发人民币的贬值趋势。至 2017 年 1 月为止，在此期间，人民币兑美元下跌约 12%，从约 6.20 降至 6.96。此后，从 2017 年 1 月起，由于中国当局封闭了未经批准的资金外流渠道，人民币开始进入走强阶段，短短 15 个月便几乎完全弥补了之前的损失，达到了当前约 6.27 的水平。较为广泛的美元熊市背景也为人民币强势提供了助力。

人民币对美元季度变化计算显示，人民币走强的季度幅度继续增加，至 2018 年第一季度高达 3.6%。特别是在 2018 年 3 月的最后几个交易日，人民币进一步走强，推动美元兑人民币即期汇率跌破 6.30 的心理水平。

3 月 26 日有两条关键发展也有助于人民币。严格说来，这两项发展都已筹备数年之久，但确实确实预示着人民币向着国际化和全球需求的增长目标又迈出了坚实一步。

人民币对美元的季度增长



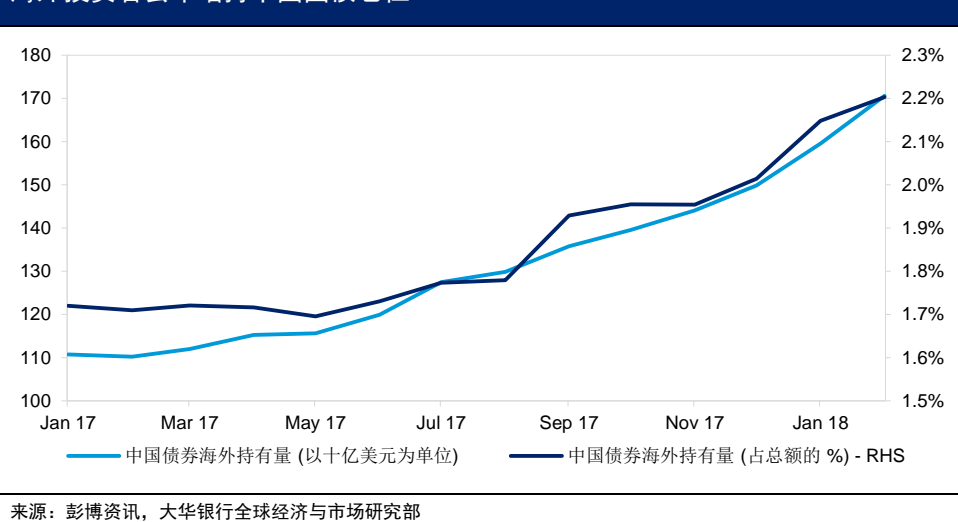
### 中国国债纳入全球综合债券指数

首先彭博终于宣布要将中国国债纳入全球债券综合指数。从 2019 年 4 月开始，在为期 20 个月期间逐步增加，初始比重为 5%，以后每次递增 5%。在最终完全纳入全球总指数时，中国国债将占指数的 5.49%。全球总指数是全球固定收益投资的终极基准，各个固定收益基金和 ETF 投资均与全球总指数分配投资一致。

目前，中国债券的外资持有水平仍非常有限，外国投资者对中国债券市场的参与尚处于初级阶段。中国当局近期，致力于通过“债券通”举措，开放中国债券市场。据估计，外国投资者持有的中国债券额占总发行额的 2%。因此，中国国债纳入全球综合债券指数之举，可能会促使未来 3 年间外国投资者的中国国债需求从 1000 亿美元增至 3000 亿美元。

事实上，Chinabond 收集的数据显示，在过去的一年间，外国投资者的中国债券持有量上涨了 50%，从 2017 年 2 月的约 1100 亿美元增至 2018 年 2 月的 1700 亿美元。这意味着，部分外国投资者实际上已经在预期的中国国债正式纳入全球总指数之前，就增持了中国债券。

海外投资者去年增持中国国债仓位



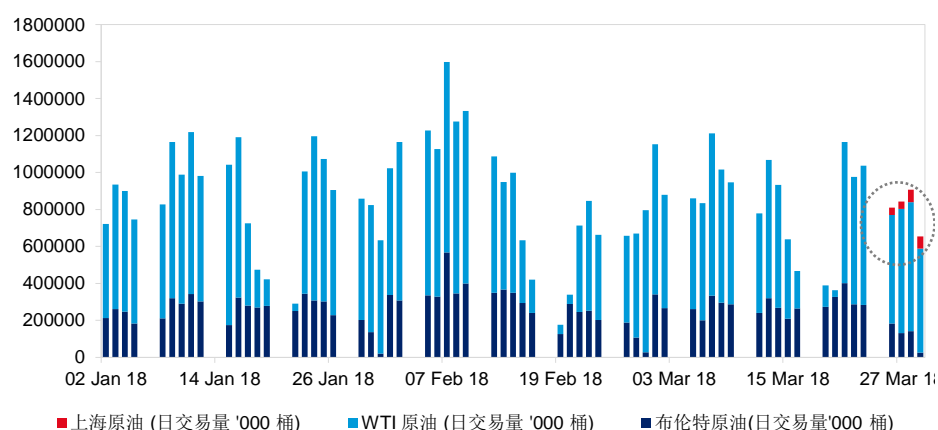
### 人民币计价原油期货在上海上市

3月26日，在筹备数年之后，以人民币计价的原油期货终于在上海期货交易所（ShFE）的附属机构——上海国际能源交易所（INE）上市。为了进一步鼓励全球投资者购买新的原油期货，中国当局免征外国中间商未来三年原油期货交易佣金应纳所得税。此外，可采用其它主要币种作为原油期货保证金抵押。

鉴于中国是世界上最大的能源进口国之一，看好人民币的全球投资者对人民币计价原油期货寄予厚望，他们认为其终将挑战美元的主导地位。新的人民币计价原油期货合同的首周交易量的日均成交量约为2500万桶。这是个强势的开端，但与西德克萨斯原油与布伦特原油其期货交易量相比，仍然较低。此外，全球投资者需要时间熟悉各不相同、各具特点的合同参数。例如，上海原油硫含量较高，与布伦特和WTI相比，每日交易时间亦不相同，与布伦特和WTI等的5月/6月近月合同相比，上海原油近月合同设于9月，有些差异。

此外，人民币计价原油期货的问市虽是人民币国际化的重要步骤，但需要实施另一项同等重要的步骤，就是以人民币付款的中国原油进口。到目前为止，几乎所有中国的原油进口仍以美元标价。如果可以用人民币计价并交易更多的进口商品，便能够大大增加全球的人民币需求。

### 上海原油期货交易存在增长空间



来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

### 在贸易紧张局势不断加剧之际，人民币已显著回弹

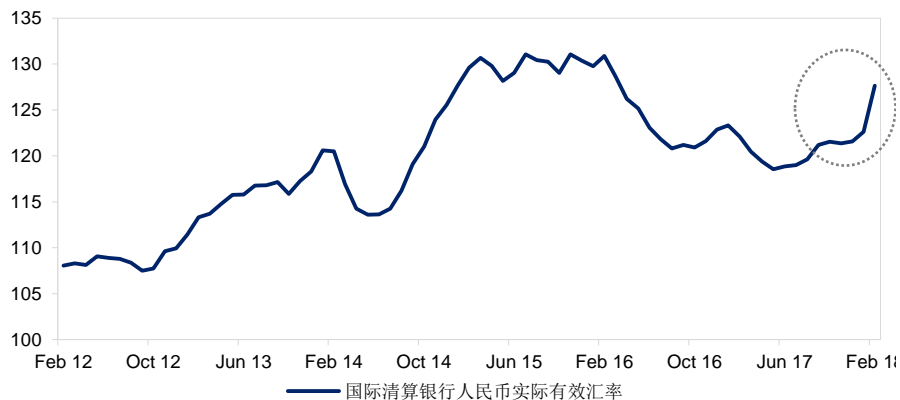
然而，值得注意的是，在过去数月间，人民币不仅对美元升值，而且按照贸易加权汇率衡量，亦已升值。从 2017 年年中低至 92.50 开始，人民央行的中国外汇交易中心人民币一篮子指数已上涨至目前的 96.73。此外，国际清算银行人民币实际有效汇率的重新反弹也体现出了人民币已贸易加权汇率衡量开始升值。

### 中国外汇交易中心的人民币一篮子指数已收复了 2015 年年底跌幅至今的一半



来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

## 国际清算银行人民币实际有效汇率亦反弹接近 2015 年高点



来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

在中美贸易关系日益紧张之际，按照贸易加权汇率衡量的人民币价值回弹。据未经证实的报道，中国政府可能已允许人民币在最近数月以较快速度升值，以“缓冲”加剧的贸易紧张局势，并防范美国财政部接下来可能将中国列为汇率操纵国。美国财政部将发布半年度外汇报告（可能于四月中旬），鉴于中国对美国贸易顺差很高，美国财政部已提出部分此类事宜，但尚未正式将中国列为汇率操纵国。

虽然局势紧张，我们认为中美的贸易纠纷不会恶化至无法控制的僵局。更多详情，请参阅Macro Note：2018年3月23日“[美国：特朗普对中国加征关税](#)”。

### 维持对2018年第四季度美元兑人民币为6.45的预测

因此，我们仍认为，过去 15 个月期间，人民币与亚太区货币可能已增长过高，美联储继续加息将有助于美元在下半年趋于稳定。总体而言，我们维持对 2018 年第二季度美元兑人民币为 6.35、2018 年第三季度为 6.40 和 2018 年第四季度为 6.45 的预测。这与我们对今年下半年美联储再次加息两次的观点是一致的。



免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何拟定交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。

另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。